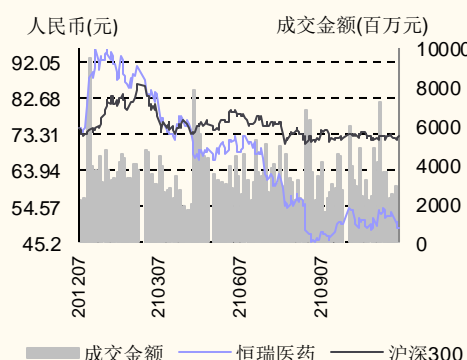


市场价格 (人民币): 49.20 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	63.97
已上市流通 A 股(亿股)	63.79
总市值(亿元)	3,147.56
年内股价最高最低(元)	95.61/45.20
沪深 300 指数	4901
上证指数	3607



创新药全部纳入医保，即将迎来全面放量

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,289	27,735	28,466	30,062	32,839
营业收入增长率	33.70%	19.09%	2.64%	5.61%	9.24%
归母净利润(百万元)	5,328	6,328	6,385	7,374	8,089
归母净利润增长率	31.05%	18.78%	0.89%	15.50%	9.70%
摊薄每股收益(元)	1.205	1.187	0.998	1.153	1.264
每股经营性现金流净额	0.86	0.64	1.35	1.10	1.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.51%	20.75%	18.41%	18.98%	18.49%
P/E	72.65	93.91	48.56	42.04	38.33
P/B	15.62	19.48	8.94	7.98	7.09

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2021年12月3日，国家医疗保障局公布2021年国家医保药品目录调整结果。恒瑞医药7个产品谈判成功，PD-1维持原适应症。

点评

- **PD-1 维持原适应症，预计沿用原价。** 恒瑞 PD-1 产品卡瑞利珠单抗的主要适应症已通过去年国谈进入医保，包括二线肝细胞癌、一线非小细胞肺癌、一线食管癌三大适应症，和霍奇金淋巴瘤适应症。今年新增的鼻咽癌两项适应症并未进入医保，医保协议期也没有改变，预计将继续沿用去年医保谈判的适应症范围和医保价格，直到 2022 年底协议到期。
- **8 款已上市创新药全部纳入医保目录。** 恒瑞 2019 年至 2021 年获批上市的 3 款创新药产品氟唑帕利、海曲泊帕、瑞马唑仑，全部通过今年医保谈判进入医保目录。阿帕替尼今年新获批二线肝细胞癌适应症，也通过谈判纳入医保目录。其他获批的创新药产品吡咯替尼和硫培非格司亭则顺利获得医保续签。再加上沿用去年医保的卡瑞利珠单抗，至此，恒瑞已上市的 8 款创新药全部进入医保。此外，国内首仿药阿齐沙坦也通过谈判进入医保目录。
- **创新药即将全面放量，有力促进营收增长。** 恒瑞创新药产品营收占比已经由 2020 年的 34% 左右增加到 2021 年上半年的 40% 左右，随着新上市产品纳入医保，预计创新药产品即将迎来全面放量，有力促进恒瑞的营收增长。

盈利调整及投资建议

- 我们维持公司 2021-2023 年的盈利预测为 63.90/73.91/81.16 亿元，对应 2021-2023 年 PE 分别为 48/42/38，维持“买入”评级。

风险提示

- 医保谈判价格不及预期风险，医保降价后放量不及预期风险，市场竞争加剧风险，创新药研发不及预期风险，国际化进程不及预期风险，仿制药集采风险等。

相关报告

- 1.《恒瑞与基石强强联合，加速创新转型-恒瑞医药点评》，2021.11.22
- 2.《转型阵痛期，加速创新研发及国际化-恒瑞医药三季报点评》，2021.10.21
- 3.《研发投入加大，国际化进程提速-恒瑞医药 2021 半年报点评》，2021.8.22
- 4.《创新药快速增长，研发投入不断增强-恒瑞医药 2020 年报及 20...》，2021.4.21
- 5.《氟唑帕利获批，各项研发进展顺利-恒瑞医药公司点评》，2020.12.16

王班

分析师 SAC 执业编号: S1130520110002
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	17,418	23,289	27,735	28,466	30,062	32,839	货币资金	3,890	5,044	10,805	14,662	16,693	19,546
增长率		33.7%	19.1%	2.6%	5.6%	9.2%	应收账款	5,446	6,329	8,827	5,849	6,177	6,748
主营业务成本	-2,335	-2,913	-3,349	-3,845	-4,117	-4,515	存货	1,031	1,607	1,778	2,001	2,143	2,350
%销售收入	13.4%	12.5%	12.1%	13.5%	13.7%	13.7%	其他流动资产	7,704	9,332	6,640	8,366	9,554	10,774
毛利	15,083	20,376	24,386	24,622	25,945	28,324	流动资产	18,069	22,311	28,050	30,878	34,568	39,418
%销售收入	86.6%	87.5%	87.9%	86.5%	86.3%	86.3%	%总资产	80.8%	81.0%	80.8%	78.8%	79.1%	80.2%
营业税金及附加	-237	-216	-257	-264	-279	-304	长期投资	156	599	1,502	1,802	1,802	1,802
%销售收入	1.4%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	3,686	4,075	4,585	5,955	6,757	7,316
销售费用	-6,464	-8,525	-9,803	-9,858	-10,221	-11,165	%总资产	16.5%	14.8%	13.2%	15.2%	15.5%	14.9%
%销售收入	37.1%	36.6%	35.3%	34.6%	34.0%	34.0%	无形资产	338	505	539	567	593	619
管理费用	-1,626	-2,241	-3,067	-2,163	-2,195	-2,299	非流动资产	4,292	5,245	6,680	8,324	9,153	9,737
%销售收入	9.3%	9.6%	11.1%	7.6%	7.3%	7.0%	%总资产	19.2%	19.0%	19.2%	21.2%	20.9%	19.8%
研发费用	-2,670	-3,896	-4,989	-5,838	-5,712	-6,239	资产总计	22,361	27,556	34,730	39,203	43,720	49,155
%销售收入	15.3%	16.7%	18.0%	20.5%	19.0%	19.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	4,085	5,497	6,271	6,498	7,539	8,316	应付款项	2,362	2,247	3,229	3,394	3,553	3,881
%销售收入	23.5%	23.6%	22.6%	22.8%	25.1%	25.3%	其他流动负债	132	226	542	606	665	728
财务费用	124	134	182	244	325	375	流动负债	2,494	2,473	3,772	4,000	4,217	4,609
%销售收入	-0.7%	-0.6%	-0.7%	-0.9%	-1.1%	-1.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-25	5	7	0	0	0	其他长期负债	70	146	171	177	212	244
公允价值变动收益	0	38	16	30	30	30	负债	2,563	2,619	3,943	4,177	4,429	4,853
投资收益	248	309	341	400	400	400	普通股股东权益	19,728	24,775	30,504	34,674	38,849	43,739
%税前利润	5.5%	5.1%	5.0%	5.6%	4.8%	4.4%	其中：股本	3,686	4,423	5,332	6,397	6,397	6,397
营业利润	4,597	6,150	7,007	7,172	8,293	9,121	未分配利润	13,115	16,548	20,844	23,518	27,694	32,584
营业利润率	26.4%	26.4%	25.3%	25.2%	27.6%	27.8%	少数股东权益	70	162	283	353	443	563
营业外收支	-98	-94	-112	0	0	0	负债股东权益合计	22,361	27,556	34,730	39,203	43,720	49,155
税前利润	4,499	6,056	6,895	7,172	8,293	9,121	比率分析						
利润率	25.8%	26.0%	24.9%	25.2%	27.6%	27.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-438	-729	-587	-717	-829	-912	每股指标						
所得税率	9.7%	12.0%	8.5%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	1.104	1.205	1.187	0.998	1.153	1.264
净利润	4,061	5,326	6,309	6,455	7,464	8,209	每股净资产	5.358	5.602	5.721	5.420	6.073	6.837
少数股东损益	-4	-2	-19	70	90	120	每股经营现金净流	0.753	0.858	0.640	1.355	1.098	1.196
归属于母公司的净利润	4,066	5,328	6,328	6,385	7,374	8,089	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.580	0.500	0.500
净利率	23.3%	22.9%	22.8%	22.4%	24.5%	24.6%	回报率						
							净资产收益率	20.61%	21.51%	20.75%	18.41%	18.98%	18.49%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	18.18%	19.33%	18.22%	16.29%	16.87%	16.46%
							投入资本收益率	18.63%	19.37%	18.62%	16.70%	17.27%	16.89%
净利润	4,061	5,326	6,309	6,455	7,464	8,209	增长率						
少数股东损益	-4	-2	-19	70	90	120	主营业务收入增长率	25.89%	33.70%	19.09%	2.64%	5.61%	9.24%
非现金支出	406	640	468	362	432	475	EBIT 增长率	13.78%	34.55%	14.08%	3.63%	16.01%	10.31%
非经营收益	-271	-300	-340	-407	-430	-430	净利润增长率	26.39%	31.05%	18.78%	0.89%	15.50%	9.70%
营运资金变动	-1,422	-1,874	-3,023	2,257	-441	-605	总资产增长率	23.96%	23.23%	26.03%	12.88%	11.52%	12.43%
经营活动现金净流	2,774	3,793	3,414	8,667	7,025	7,649	资产管理能力						
资本开支	-526	-560	-551	-1,760	-1,260	-1,060	应收账款周转天数	72.9	68.0	65.7	66.5	66.5	66.5
投资	-2,578	-1,693	2,007	-1,270	-970	-970	存货周转天数	142.3	165.2	184.5	190.0	190.0	190.0
其他	248	307	341	400	400	400	应付账款周转天数	165.3	167.3	142.5	141.8	141.8	141.8
投资活动现金净流	-2,856	-1,945	1,798	-2,630	-1,830	-1,630	固定资产周转天数	48.8	39.8	43.2	53.2	57.7	56.8
股权募资	134	97	1,320	1,495	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	35	35	32	净负债/股东权益	-19.65%	-54.39%	-53.38%	-60.78%	-61.90%	-63.59%
其他	-449	-803	-1,118	-3,711	-3,199	-3,199	EBIT 利息保障倍数	-33.0	-41.1	-34.5	-26.7	-23.2	-22.2
筹资活动现金净流	-315	-706	202	-2,180	-3,163	-3,167	资产负债率	11.46%	9.50%	11.35%	10.65%	10.13%	9.87%
现金净流量	-396	1,141	5,414	3,857	2,031	2,852							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	9	36	45	100
增持	0	0	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.08	1.08	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-28	买入	96.35	N/A
2	2020-08-02	买入	94.38	N/A
3	2020-10-19	买入	93.10	N/A
4	2020-12-16	买入	97.02	N/A
5	2021-04-21	买入	80.31	N/A
6	2021-08-22	买入	48.46	N/A
7	2021-10-21	买入	51.58	N/A
8	2021-11-22	买入	51.99	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402